

企業業績の意味と評価

森 脇 彬

要 旨

周知のとおり企業業績は、証券市場において行われる諸活動と不可分の関係にある。そしてまた企業業績というものは、きわめて頻繁にとりあげられている。しかしそれにもかかわらず、企業業績の本質がいかなるものか、企業業績の測定と評価はいかに行われなくてはならないか、など企業業績の測定と評価について真向うから取り沙汰されることは少ないといってもよい。むしろ総資本経常利益率など通俗的なというより、むしろ測定機能をもたない指標により企業業績について述べたものや企業業績について算術的遊戯を演じているものなどは数多くあって、枚挙に遑がない。

企業業績を考えるにあたっては、業績そのものに先だちまず企業とは何か、企業の本質は何かを考えてみる必要がある。「株式会社とは誰でも着うる背広のようなものである」という名言が示すように、会社というものは株式会社であるがゆえに企業ではなく、また株式公開制度に従っているがゆえに企業になるのでもない。

企業の本質ないしは特徴は、何よりも私的資本が利益を得ることを目的にして設立されその目的を実現するための組織であるというところにある。それゆえに企業業績は、そうした企業のなし遂げた活動ないしは行動の出来ばえ、成果なのである。一見、企業として見えるものなかにもその本質において企業でないものがあり、また常識的には業績として取り扱われている事項のなかにもその本質からみるならば、業績ではなく単なる事実にすぎないものもある。

最近ようやくわが国でも ROE という用語が登場するようになったが、この ROEこそが企業業績の測定指標であるといってもよい。そして ROE をとおして認識された企業業績のよってきたところをあきらかにするとき、それは企業評価をよりの確にするとともに適切なものにする出発点になるであろう。

企業業績の評価が単に増益に喜び、減益に悲しむようなものであってはならない。また、ROE という用語さえ使えば、企業業績の測定と評価が可能になるのでもない。企業業績を測定し評価することは、要するに、企業とは何か、企業の本質をみつめ考えることと表裏一体の関係にあるのである。

I

会社の経営状態をみるにあたっては、売上高や各段階の利益の額あるいはそれらの推移をみることが多い。

Y食品販売会社の1996年3月期における売上高は、130億円であった。これはいいかえると、Y社は1995年4月1日から1996年3月31日までの1年間に、130億円の売上高をあげていたということを意味している。

そして年商130億円の食品販売会社といえ、それは決して小さな存在ではないが、しかしまたY社は大会社ではない。むしろY社の取扱品目が何であるかによっては、とりわけ取扱商品の市場占有率が高い場合には、年商が130億円であってもわが国第1位、あるいは世界第1位の会社になることもありうる。

いまY社と同業のZ食品販売会社の1996年3月期における年商が100億円であるとすれば、Y社の年商130億円をこのZ社の年商100億円と容易に比較してみることができ、したがってその限りにおいてY社の売上高130億円のもつ意味を考えることができるようになる。

このようにY社の売上高などをZ社など他社の売上高などと比較して、他社同時比較あるいは単に他社比較とよび、他社比較を行うについては互いの決算期が一致しているか、あるいは時期が大きくかけ離れていないことが必要であり、また何よりも取扱品目を含めて事業内容が同じであるか近似していることを前提とする。

他社比較の方法は時として大きな成果を生み出すこともあるが、それはY社そのものの、Y社自らの歩みを示すものではない。Y社の一定

時期における姿をそれより時間的に先行する一定時期の姿と比べてみることを、これを自社比較というが、それはまた時の流れ、時間の経過にしたがって比較するという意味において自社時系列比較あるいは単に時系列比較ともいう。

Y社の1995年3月期における売上高が110億円であったとして、これとY社の1996年3月期における売上高130億円を比較してみよう。

まず比較する第一の方法としては、1996年3月の売上高130億円から1995年3月期の売上高110億円を差し引いてみる方法である。このような比較により1996年3月期の売上高130億円は、1995年3月期の売上高110億円に比べて20億円多いことがあきらかになる。

しかし、このような比較は1996年3月期の売上高から1995年3月期の売上高を差し引くというように、時の流れにしたがって現在に近い決算期における金額からそれ以前の決算期における金額を差し引いて行く。いいかえると、前期を基準として当期における金額が多いか少ないか、増減額または減差額（単に増減差額、増減額、増減などともいう）を計算するわけである。

$$\begin{aligned} \text{増減額} &= 1996/3\text{期売上高}130\text{億円} - 1995/3\text{期} \\ &\text{売上高}110\text{億円} \\ &= 20\text{億円} \end{aligned}$$

項目	1995/3期(1)	1996/3期(2)	増(減△)差額 (2)-(1)
売上高	110億円	130億円	20億円

II

ところで、C食品販売会社の1995年3月期における売上高は15億円であったが、C社は1996年3月期において35億円の売上高を実現できた。このC社について、Y社の場合と同じよう

に比較してみると売上高の増減額は20億円になる。

$$\begin{aligned} \text{増減額} &= 1996/3\text{期売上高}35\text{億円} - 1995/3\text{期} \\ &\text{売上高}15\text{億円} \\ &= 20\text{億円} \end{aligned}$$

項目	1995/3期(1)	1996/3期(2)	増(減△)差額 (2)-(1)
売上高	15億円	35億円	20億円

Y社の場合における売上高の増減額20億円とC社の場合における売上高の増減額20億円とは同額であるが、しかしそれぞれの売上高の増減額20億円のもつ意味は同じではない。

Y社の場合においては1995年3月期の売上高がすでに110億円であり、Y社はこれを20億円増やしたのであったが、C社の場合には1995年3月期の売上高は15億円にすぎず、C社はこれを20億円増やしたのである。いずれの場合における売上高の増加が容易であるか、困難をきわめたかは必ずしも一概に判断できない。いまここであきらかにすべき点はそうした売上高を増加させるについての容易さではなく、基準とする決算期の売上高に対する売上高の増(減)差額の比を算出してみることである。

Y社の場合について、このような比の計算を実際に行ってみるとつぎのようになる。

$$\begin{aligned} \text{売上高増加率} &= \frac{1996/3\text{期売上} - 1995/3\text{期売上}}{1995/3\text{期売上}} \times 100 \\ &= \frac{35\text{億円} - 15\text{億円}}{15\text{億円}} \times 100 \\ &= \frac{20\text{億円}}{15\text{億円}} \times 100 \\ &= 133.33\% \end{aligned}$$

いま、この売上高増加率を百分率(%)で算出するとすれば、それは133.33%になる。

C社の場合についても同様に、売上高増加率

(%)を計算してみよう。

$$\begin{aligned} \text{売上高増加率}(\%) &= \frac{1996/3\text{期売上} - 1995/3\text{期売上}}{1995/3\text{期売上}} \times 100 \\ &= \frac{35\text{億円} - 15\text{億円}}{15\text{億円}} \times 100 \\ &= \frac{20\text{億円}}{15\text{億円}} \times 100 \\ &= 1.3333 \times 100 \\ &= 133.33\% \end{aligned}$$

したがって、C社の1996年3月期における売上高は1995年3月期における売上高に比べると20億円多く、その増減額はY社の場合にみられる売上高の増減額20億円と等しいが、しかしC社の増減額20億円は1995年3月における売上高の実に133%に相当するものであることがあきらかになる。

なお、Y社の場合、売上高の増減額20億円は、1995年3月期における売上高の2割弱(18%)程度であったわけである。

III

売上高増加率(%)の計算方法は、つぎのように基準とする決算期における売上高に対する売上高の増減額の比である。

$$\begin{aligned} \text{売上高増加率}(\%) &= \frac{\text{対象決算期売上高} - \text{基準決算期売上高}}{\text{基準決算期売上高}} \times 100 \end{aligned}$$

したがってまた、売上高増加率はつぎのように表わすこともできる。

$$\begin{aligned} \text{売上高増加率}(\%) &= \left(\frac{\text{対象決算期売上高}}{\text{基準決算期売上高}} - 1 \right) \times 100 \\ &= \frac{\text{対象決算期売上高}}{\text{基準決算期売上高}} \times 100 - 100 \end{aligned}$$

Y社の例によってこのような計算を行ってみると、つぎようになる。

売上高増加率 (%)

$$= \frac{1996/3期売上高130億円}{1995/3期売上高110億円} \times 100 - 100$$

$$= 118.18 - 100$$

$$= 18.18\%$$

また、C社の例については、つぎようになる。

売上高増加率 (%)

$$= \frac{1996/3期売上高35億円}{1995/3期売上高15億円} \times 100 - 100$$

$$= 233.33 - 100$$

$$= 133.33\%$$

このようにY社の売上高増加率は18.18%であり、C社の売上高増加率は133.33%であるが、これらは基準決算期の売上高に対する対象決算期の売上高の比とは明確に区別しなければならない。時として、これらを混同している例もあるので、とくに注意したい。なお、増加率は百分率 (%) 表示ではなく、少数によって示すこともある。

基準決算期の売上高に対する対象決算期の売上高の比は、いかえると基準決算期における売上高を100とする指数であって、利用すると便利である。

Y社とC社の売上高について、この指数と増加率を示すとつぎようになる。

Y社:

決算期	売上高	増差額	指数	増加率
1995/3期	110億円	—	100.00	—
1996/3期	130億円	20億円	118.18	18.18%

C社:

決算期	売上高	増差額	指数	増加率
1995/3期	15億円	—	100.00	—
1996/3期	35億円	20億円	233.33	133.33%

時間の経過、決算期の時間的流れにしたがって売上高や各段階の利益の金額についてその移り変わりゆく状況を見ることは、財務諸表の数字から経営の状態を把握する作業の第一歩であるといってもよい。推移とは移り変わることであるが、元来、時間の経過そのものを推移という。

売上高や各段階の利益の推移をみるには、これらの金額そのものもとりあげるが、増(減)差額や指数、あるいは増加率(あるいは減少率)などを算出してみると、推移の状況がわかりやすくなるわけである。

IV

Aスーパーマーケットは地方都市を中心に店舗網を展開してきており、売上高と経常利益はつぎのように推移している。

決算期	売上高	経常利益
1989/9期	52,020百万円	2,400百万円
1990/9	57,440	2,840
1991/9	62,470	3,330
1992/9	70,320	3,460
1993/9	73,340	3,520
1994/9	77,510	3,640

このA社の売上高と経常利益について、対前期比較の増差額、対前期比較の増加率、1989年9月期を100とする指数などを算出してみるとつぎようになる。

決算期	売上高	対前期比較増差額	対前期比較増加率	指数
期	百万円	百万円	%	
1989/9	52,020	—	—	100.00
1990/9	57,440	5,420	10.42	110.42
1991/9	62,470	5,030	8.76	120.09
1992/9	70,320	7,850	12.57	135.18
1993/9	73,340	3,020	4.29	140.98
1994/9	77,510	4,170	5.69	149.00

決算期	経常利益	対前期比較増差額	対前期比較増加率	指数
期	百万円	百万円	%	
1989/9	2,400	—	—	100.00
1990/9	2,840	440	18.33	118.33
1991/9	3,330	490	17.25	138.75
1992/9	3,460	130	3.90	144.17
1993/9	3,520	60	1.73	146.67
1994/9	3,640	120	3.41	151.67

これらをみると、A社の売上高は1989年9月期を基準決算期とする5決算期のうち、1990年9月期から1992年9月期までの3決算期では毎月1割前後の増加率でもって増加し続けていたが、1993年9月期と1994年9月期では4%強から6%弱の増加率にとどまっている。この5決算期をとおしてみると、1994年9月期の売上高は1989年9月期における売上高の1.49倍に達していることなどもわかる。

また、経常利益についてみると、1990年9月期と1991年9月期では毎月2割弱の増加率を示しているが、1992年9月期以降の各期では3.9%、1.7%、3.4%という低い増加率にとどまっている。しかし、この5年間をとおしてみると、1994年9月期の経常利益は1989年9月期における経常利益の1.52倍に達しており、これは売上高の増加とほぼ同じ程度であることがわかる。

ところで、このように各決算期における売上高などを決算期の推移にしたがって時系列的にみると、決算期のなかにはいわゆる決算期変更が行われていることがある。

たとえば、従来は毎年12月31日を決算日としていたが、この決算日を3月31日に変更することがある。決算は1年を超えて行うことは法制上で許されないから、したがって決算日を変更

すると決算期の月数が12か月より少ない月数になる。したがって、このような決算日の変更による12か月より少ない月数の決算期における売上高などは、決算日を変更する前の決算期の売上高などと単純に比べても比較する意味がない。

決算日の変更による変則的な決算期における売上高などは、比較の便宜上、つぎのようにして12か月(1年)決算の場合の金額に換算し、これを用いるようにする。しかし、年額換算した金額のみを示すのではなく、変則的な決算期における売上高などの金額を併記しておくのがよい。

B建設会社の完成工事高は1989年9月期以来つぎのように推移しているが、1991年において従来の9月30日から3月31日に決算日を変更した。このB社の場合、完成工事高について対前期比較の増加率と1989年9月期を100とする指数を計算してみるとつぎようになる。

決算期	完成工事高	対前期比較増加率	指数
期	百万円	%	
1989/9	4,677	—	100.00
1990/9	5,003	6.97	106.97
1991/3	<2,750> 5,500	<-> 9.93	<-> 117.60
1992/3	8,327	51.40	178.04
1993/3	10,136	21.72	216.72
1994/3	11,945	17.85	255.42

(注) 1991年3月期は決算日変更による6か月間の変則決算であるから、年額換算してある。なお、< >内数字は、6か月間決算の金額である。

指数を計算するにあたっての基準の決算期において決算日の変更が行われている場合、むろん計算上ではそうした決算期の売上高などの金額を年額換算して基準の決算期における金額とすることはできるが、できる限り避けるのがよ

かろう。それは、基準とする決算期における売上高などの金額が、いわば計算上の仮定の高額になり、経営の実態を表わしにくいと考えられるからである。

なお、B社の1991年3月期の完成工事高は27億5,000万円であるが、これは決算日の変更により6か月間の金額であるから、つぎのように年額換算完成工事高

$$\begin{aligned} & \text{年額換算完成工事高} \\ & = 1991/3\text{期売上高} 2,750 \times \frac{12(\text{か月})}{6(\text{か月})} \\ & = 5,499.9 \\ & = 5,500\text{百万円} \end{aligned}$$

V

周知のとおり、業績という言葉があるが、いまさらこれについて語る必要はないものと考えられるかもしれない。しかし、いざ業績とは何か、業績とはどのようなことなのかを改めて説明しようとする、売上高がいくらであったとか、利益がいくらであったとか、そういった類の数字がすぐに思いうかんでくる。

いま、『広辞苑(第三版)』(新村出編, 岩波書店刊)を繙くと、この業績については「事業・学術研究などの上でなした仕事。また、そのできばえ」とあり、また仕事については「する事。しなくてはならない事。特に職業・業務をさす。…」と説明されている。

したがって業績とは、事業を営みなしとげた業務のできばえであり、事業活動の結果、成果であるといつてよい。

会社の業績としては、一般に売上高と経常利益がとりあげられており、まれには当期純利益や事業利益すなわち営業利益と受取利息配当金の合計額が示されることもある。

会社の業績はしばしば企業の業績あるいは企業業績ともいわれるが、これは会社という言葉と企業という言葉が同義語として使われているからにはほかならない。しかし、会社と企業を同質化してみることは誤りであって、これが会社の経営を考えると、また企業の経営を考えると誤りの出発点になるのである。

会社は、その大部分が株式会社であるが、株式会社は事業を営む者の採用する法律上の形態、法律形態の一つである。これに対して企業とは、私的資本が利益を得ることを目的にして設立されたもので、その目的を実現するために事業を営んでおり、その法律形態は一般に株式会社である。

生活の糧を得るために事業を営む者も株式会社という法律形態を採用するから、株式会社のなかにはむろん企業もあるが、また株式会社のなかには企業ではなく生業というべきものも多い。したがって、会社すなわち株式会社には、企業としての株式会社と生業としての、いいかえれば企業でない株式会社とがあるわけで、これらは区別して認識しなくてはならない。これが、経営を考える原点になるのである。

会社の業績についても、企業としての会社の業績は企業の業績、企業業績といつてよいが、これと企業でない会社の業績とは明確に区別すべきであることはいうまでもない。それは、それぞれの目的とするところが異なるからである。以下では、企業としての会社の業績、すなわち企業業績について考えてみることにしたい。

企業の目的は私的資本に対して利益をもたらすことにあるから、企業の業績は私的資本すなわち貸借対照表上に示されている資本の所有に帰する利益、最終的な利益によって把握され

る。わが国では伝統的に経常利益を重視してきているが、経常利益は当期中に生みだした最終的な利益ではなく、企業のなした事業のできばえにはならない。経常利益は支払利息及び割引料など金融費用を控除した利益であるという意味において純利益であるが、控除すべき項目がすべて控除されていないから厳密な意味において粗利益であり、純利益ではない。

企業の業績は、損益計算書上に示されている利益を使うとすれば、当期純利益になるのである。

VI

Cレストラン会社の当期純利益は、第21期から第26期までの間つぎのとおり推移していた。

決算期	当期純利益	
第21期	1,104百万円	(100) [—]
第22期	1,143	(104) [4%]
第23期	1,552	(141) [36%]
第24期	1,589	(144) [2%]
第25期	1,628	(147) [2%]
第26期	1,778	(161) [9%]

C社の当期純利益は、このように第21期では11億400万円、第22期では11億4,300万円、そして第26期では17億7,800万円と推移している。また、()内の数字は第21期の当期純利益を100とした指数であるから、C社の第26期の当期純利益は5期(5年)前の第21期に比べると1.61倍に達していることがわかる。

さらに、[]内の数字は対前期比較の増加率であって、C社の第23期においては対前期比較で実に36%も当期純利益が増加していることがあきらかになる。

このC社の第21期から第26期までの売上高

は、つぎのように推移している。

決算期	売上高	
第21期	52,016百万円	(100) [—]
第22期	57,441	(110) [10%]
第23期	62,468	(120) [9%]
第24期	70,317	(135) [13%]
第25期	73,340	(141) [4%]
第26期	77,505	(149) [6%]

C社の売上高は、第21期で520億1,600万円、第22期で574億4,100万円、そして第26期で775億500万円と推移しており、また第26期の売上高は()内に示す第21期を100とする指数のとおり第21期の1.49倍に達している。また、ここでも[]の数字は対前期比較の増加率であって、C社の売上高は第22期から第24期までの3期(3年)間において毎期、対前期比較で1割前後の増加を実現していたことがあきらかになる。

経常利益もまた、このような当期純利益や売上高と同じようにとりあげられることがある。そして、ある決算期における売上高や当期純利益、経常利益などの額、あるいはそれらの基準決算期に対する指数や対前期比較の増加率、などが企業の業績そのもの、ないしは業績を表すものとして使われている例は多い。

さらにまた、C社の例からわかるように、C社の売上高は第23期において対前期比較で9%増加しているが、この第23期における当期純利益は対前期比較で36%も増加している。このように売上高の対前期比較の増加率より当期純利益の対前期比較の増加率が大きいことは、利幅すなわち売上高に対する利益の割合の上昇を意味するから、このような利幅が企業の業績を表すものとして使われる場合もある。

むろん利幅にはいろいろなものがあり、いま

利幅を売上高に対する当期純利益の率とする
と、C社のその値すなわち売上高当期純利益率
は第21期から第26期までつぎのように推移して
いる。

決算期	売上高当期純利益率
第21期	2.12%
第22期	1.99%
第23期	2.48%
第24期	2.26%
第25期	2.22%
第26期	2.29%

C社の売上高当期純利益率を算出してみ
ると、このようにその値は2%前後で推移して
おり、第23期において2.48%という最も高い値に
なっていることがわかる。これもまた、企業の
業績として使われ、示されることがある。

VII

当期純利益は企業が事業を営んだ結果として
資本にもたらした最終的な利益であって、企業
の目的を実現した結果であり、できばえであ
る。その意味で当期純利益は、企業の業績であ
る。

これに対して、売上高は当期純利益を算出
するための計算上の出発点であり、経常利益は
売上高と当期純利益の途中にあるいわば粗業績
として位置づけることもできる。

ところで当期純利益の額はひとつの事実とし
ての業績であり、それはC社の例からもわかる
ように、第26期では17億7,800万円という絶対
額で示される。したがって絶対額で示された
という意味において、これを絶対的業績という。

この絶対的業績は、それが満足できるものか
どうか判断できない。それは少なくとも、判

断しにくいのである。

企業は経済活動を営む組織であるから、その
業績もまた経済的観点から満足できるものであ
るかどうかが判断されなくてはならない。いい
かえるとそれは、企業の業績は経済性という観
点から、しかも企業を設立した私的資本の立場
から判断しなくてはならないことを意味する。

経済性とは犠牲に対する成果であり、そこで
は単に成果そのものをみるのではなく、その成
果が生ずるために使われた犠牲とのかかわりに
おいて対比し、相対的にみることを求めている。

企業の業績をみるにあたって、当期純利益は
成果であり、これを対比してみる犠牲は出資者
が出資した資本にほかならない。この資本に
は、出資者が直接的に出資した額のほか、間接
的に出資したと考えられる利益の内部留保額や
未処分利益なども含まれる。

資本に対する当期純利益の割合は資本利益率
というが、この資本利益率についてはわが国ば
かりではないが、とくにわが国ではこれまでに
あまりにもまつわりついている悪しき習わしが
多い、たとえば、総資本経常利益率などは、そ
の悪しき習わしの最たるものである。

資本に対する当期純利益の比率は資本すなわ
ちエクイティ (equity) に対する当期純利益
すなわちリターン (return) の比率という意
味においてレイト・オブ・リターン・オン・シ
ェアホルダーズ・エクイティ (rate of return
on shareholders' equity) というが、以下では
これを簡単に ROE (return on equity の略
記) と表すことにする。

ROE を実際に算出するためには、つぎの式
を用いる。

$$ROE(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}} \times 100$$

ただし、
当期平均資本合計 = (前期末資本合計 + 当期
末資本合計) ÷ 2

決算期末	資本合計
第21期末	3,892百万円
第22期末	4,903
第23期末	6,315
第24期末	8,607
第25期末	10,061
第26期末	23,115

C社の資本合計は、第21期末から第26期末
までつぎのように推移している。

そこでC社の第26期について ROE (%) を
計算してみると、つぎのとおり10.7%になる。

$$\text{第26期 ROE}(\%) = \frac{\text{第26期当期純利益}1,778}{\text{第26期平均資本合計}16,588} \times 100 = 10.7\%$$

ただし、
第26期平均資本合計
= (第25期末資本合計10,061 + 第26期
末資本合計23,115) ÷ 2
= 16,588百万円

また同様に、C社の第22期から第25期までの
各決算期について、それぞれの ROE を計算す
るとつぎのようになる。

決算期	ROE
第22期	26.0 %
第23期	27.7
第24期	21.3
第25期	17.4
第26期	10.7

VIII

ROE (%) は企業の業績、とりわけ相対的
業績であるが、厳密にいうと ROE (%) は相
対的業績を示す指標であって、この ROE
(%) という指標によって示されるもの、すな
わち資本の相対的収益性こそが企業経営の評価
にあたり重要な意味をもつのである。

さて、ROE (%) で示される業績は満足
できるかどうか判断されなくてはならないが、
つぎにこの課題について考えてみよう。

ROE (%) が算出されると、しばしばその
値が高いか低いかを判断しようとされる。た
とえば、C社の第23期の ROE (%) は27.7%
であるが、これが高いか低いかを判断しようと
するのである。この判断はきわめてむずかしく、
もしこれに答えようとすれば高いと思う者に
とって27.7%は高く、反対に低いと思う者に
とって27.7%は低いということになる。

むしろ鋭い直観力を持ち、豊かな経験をもつ
者は、この ROE (%) の27.7%を高いあるいは
低いと的確に判断するであろう。

ここでは決して直観力を否定するのではない
が、方法論を考えようとしているのであるか
ら、つぎにこの点について考えてみよう。

ROE (%) の27.7%が高いか低いかを判断
しようとするとき、しばしば前期の ROE
(%) や過去の平均的な ROE (%), あるいは
同業他社や業界平均の ROE (%) などとの
比較が行われる。

このような過去の ROE (%) などの値に
は、かくあるべしという規範性がないといわね
ばならない。とくに前期の ROE (%) との比
較によって認識される内容は、当期の ROE

(%)の値が高いか低いかではなく、対前期比較においてより高いか低い、あるいは上昇したか下降(低下)したかという事実すぎない。上昇した事実と高いと判断することは異なった問題であり、下降(低下)と低いと判断することはまったく別の問題である。

また、他社や同業平均値との比較も、しばしば行われる。しかしこれによると、比較対象との比較によってより高いか、より低いかは容易にくだせるが、この比較対象にも規範性があるわけではない。

ROE (%)により企業の業績を評価するには、まず問題の設定をROE (%)が高いか低いかというのではなく、満足できるかどうかという問題として設定する。そしてこれに答えるためには、ROE (%)の評価基準ともいうべきROE (%)の期待値を算定し、これを実現したかどうかをみるのである。

ROE (%)の期待値は、簡単にいえば何%のROE (%)が欲しいか、ROE (%)が何%あれば満足するかというその値であり、またROE (%)は高ければ高いほどよいとも考えられるであろう。

ここでROE (%)の期待値はそうしたいわば青天じょう、すなわち際限のない天空を夢みる話ではなく、少なくとも必要とする値すなわちミニマム・リクワイアメントである。

ROE (%)の期待値は、少なくともつぎのような要素から成りたつものと考えられる。

まず第一の要素は、利子率相当部分である。当該企業には、ROE (%)の分母となる当期平均資本合計の額が出資されているが、それは他の貸付たり出資されなかった結果である。もし他に貸付たり出資した場合に受け取るであろうと考えられる利子率に相当する率が、R

OE (%)の期待値を構成する第一の要素になるのである。

この第一の要素としての利子率は元本保証の条件のもとにおいて考えるが、当該企業への出資については元本保証がまったくないから、出資資本の元本保証は利益による元本回収によってはじめて可能になる。このために必要となる比率を元本回収相当部分といい、これがROE (%)の期待値を構成する第二の要素になる。

第一の要素である利子率相当部分は、出資契約の意味から考え長期の利子率を長期的にみて決定すべきであって、年5%程度とみてよい。また、第二の要素である元本回収率相当部分は、元本回収期間の期待値から単利計算または複利計算によって考えることができる。たとえば、元本回収期間の期待値を10年とすれば、単利計算によると年10%、複利計算では年8%程度になる。

したがって、これらの二つの要素を合計すると、ROE (%)の期待値は年13%から15%程度になるが、今日、このようなROE (%)の期待値を13%から15%であるとすると、現実のROE (%)の値に比べてあまりにも高いから、非現実的な話かあるいは誤った数値のように思えるかもしれない。

しかし、ROE (%)の期待値には、この二つの要素のほか、さらに第三の要素としてあらゆる企業危険に対処するためのリスク・プレミアム相当部分を含めなくてはならないのである。ROE (%)の期待値を13%から15%とするについては、この第三の要素であるリスク・プレミアム相当部分を含めていないのであるから、これをもって高すぎると考えるわけにはいかないのである。

C社のROE (%)は、第22期から第25期までの各決算期においてはこのようなROE (%)の期待値を超えている。したがって、これらの決算期におけるC社の業績は、満足できるものであったと判断してよい。

しかし、第26期のROE (%)については期待値を2割ないし3割は下まわっており、その意味において満足できないものであったと判断しなくてはならないのである。

C社の第26期における当期純利益は17億7,800万円であって、ここでとりあげた第21期から第26期までの期間における最大の額であるから、C社の業績はすぐれているとみられるかもしれない。しかし、ROE (%)とその期待値を使って考えると、まったくその反対の判断をくださざるを得なくなるのである。

また、ROE (%)を計算してみると、C社の業績は第23期を頂点として翌第24期から次第に低下傾向にあることもあきらかになる。

利益や売上高の絶対額、あるいはそれらの増減によっては、企業の業績を評価し得ないのである。

IX

会社は、したがってまた企業というものは、いかにして利益を得るのだろうか。むろんこの問に対しては、事業を営んで利益を得るのであるとか、あるいは商品を安く仕入れ、これをより高く販売して利益を得るのである、などと答えることができよう。いいかえると利益は、資産運用により得られるのであり、資産運用の成果、資産の運用成果が利益なのである。

企業は私的資本が利益を得るための組織であり、多くの場合、その法律形態は株式会社であ

る。ここで注意すべきことは、株式会社は必ずしも企業ではないということである。また、企業の求める利益は負担すべき費用や税金などをすべて控除したあとの利益すなわち純利益であるが、これには損益計算書上の当期純利益が相当する。法人税および住民税は利益に課税され、会計上の費用ではないが、企業が負担すべきもの、企業の求める純利益の計算上で控除項目であるから、その意味において費用と同じ部類になる。

さて、企業に出資された資本は純利益すなわち当期純利益を得るためにこそ出資されているが、資本は抽象的な存在であってそれ自体で純利益を生み出すことはできない。資本は、具体的な資産として運用されてはじめて純利益を獲得できる。

まず、資本Eがすべて現金A₀によって出資されたとすれば、その状態はつぎの式で表される。

$$E = A_0$$

もし、出資された資本が、出資されたときの具体的な姿である現金A₀のみままで保有され続けていたとすれば、現金A₀という資産からはまったく収益も費用も発生しないから、一定の時間が経過したのちにもそうした資産の運用状態からはまったく利益は生じない。したがって、資産A₀の運用利回りは0%であり、資本Eの利回りもこれと等しい0%になる。

つぎに、現金A₀を利回りa₁%の資産A₁、利回りa₂%の資産A₂、……などいろいろな資産で運用すると、運用した資産の合計Aの平均的利回りはa%になると考えられるが、このとき資本Eの利回りもa%になることは容易に理解できるであろう。

資本の利回りはいいかえるとROE (return

on equity) であり、運用した資産の合計すなわち資産合計Aの利回りはROA (return on assets) であって、これまで考えてきたように資本と資産が等しい場合、つまり負債Lがまったくない場合には、法人税および住民税の課税がないとすればつぎの式に示すようにROEとROAは等しい。

$$ROE = ROA$$

このように、負債Lのまったくない企業では、資本が得ることのできる純利益は資産の運用によってのみ生み出されるわけであり、利益課税がないとすれば二つの利回りは等しいのである。

ところで、法人税および住民税などの税金控除後の当期純利益で算出したROEをROE_{AT}とし、また法人税および住民税などの税金控除前の純利益すなわち損益計算書上の税引前当期純利益を使って算出した税込基準のROEを単にROEとすると、これらは互いにつぎのような関係にある。ただし、τは、利益課税率である。

$$ROE_{AT} = ROE \times (1 - \tau)$$

ただし、

$$\tau = \frac{\text{法人税および住民税}}{\text{税引前当期純利益}}$$

また、

$$ROE = ROA$$

したがって、

$$ROE_{AT} = ROA \times (1 - \tau)$$

X

現代の企業は、資本Eのほかに必ず負債Lを利用している。むろん現代の企業のなかには無借金会社とよばれるものもあるが、それは短期借入金や長期借入金などの借入金こそないもの

の、まったく負債をもたないわけではない。したがって、現代の企業には、無負債会社というべきものはないのである。

負債Lのなかには、具体的にみると買掛金や未払費用などのように支払利息の元本とならない負債と、短期借入金や長期借入金などのように支払利息の元本となる負債がある。これらの負債のそれぞれの利率を平均すると、これらのいろいろな負債を合計した負債Lについて平均的な負債利率Iのb%を考えることができる。

借入金など負債の提供を受けたとき、これを現金A₀という具体的な姿のまま保有し続けたとすると、現金A₀という資産からはまったく収益も費用も発生しないから、時間を経過したのちにもそうした資産の運用からはまったく利益は生じない。したがって、資産A₀の運用利回りは0%である。しかし、負債Lについては負債利率Iのb%が負債を調達するにあたって取りかわした契約によって、具体的には金銭消費貸借契約など借入の契約によって資産の運用利回りのあるなしにかかわらず発生する。

それゆえに、負債Lをその負債利率Iのb%で調達し、これを現金という利回り0%の資産A₀のまま保有し続けると、0%からb%を差し引いたマイナスb%といういわゆる逆鞘現象が発生することになる。

資産の利回りと負債の利率の差を利鞘、厳密には負債運用利鞘Dというが、負債利率をb%、資産の利回りを0%とすれば、負債運用利鞘Dはつぎのようにマイナスb%になる。

$$D = 0\% - b\% \\ = -b\%$$

ただし、

$$b > 0$$

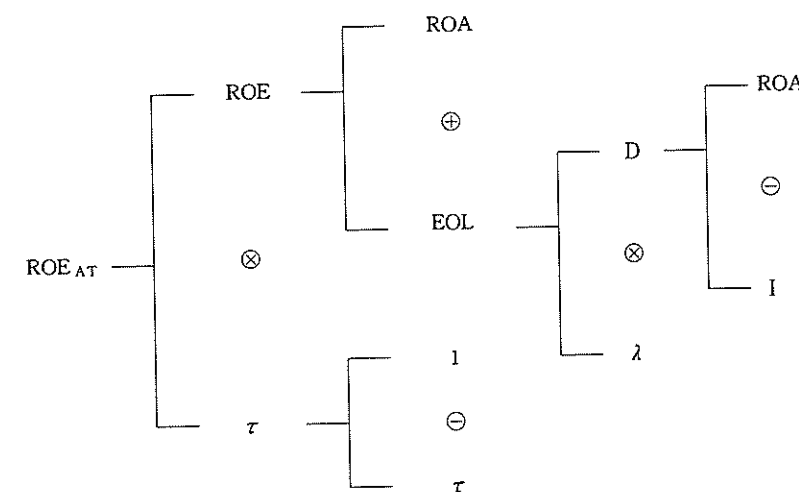
負債Lによって調達した現金は、企業経営においては資本Eによって出資された現金と区別されることなく資産運用されるから、負債運用利鞘Dは資産Aの平均的な利回りであるROAと負債Lの平均な負債利率Iの差になる。

$$D = ROA - I$$

この負債運用利鞘Dに利用している負債Lを掛けると、調達した負債を資産運用して生み出した純利益が算出できる。このように必ず負債を利用して現代の企業では、資本が獲得できる純利益には資本Eを資産運用した成果として生み出された純利益のほかに、調達した負債を資産運用した成果として生み出した純利益も含まれるのである。

負債運用利鞘Dに負債Lを掛けて算出した純利益を資本Eで割ると、調達した負債Lを資産運用した成果の資本についての利回り、すなわち負債運用効率EOL (efficiency of liabilities) が求まる。

$$EOL = \frac{D \times L}{E}$$



ここで、資本Eに対する負債の比を負債比率(あるいは負債倍率とよんでもよい)λとすると、負債運用効率EOLは負債運用利鞘Dと負債比率λの積として示すことができるようになる。

$$EOL = D \times \lambda$$

ただし、

$$\lambda (\text{倍}) = \frac{L}{E}$$

そこで資本の税込みの利回りであるROEは、ROAとEOLの和であり、したがってまた資本の税引後の利回りROE_{AT}はつぎのように示されることになる。

$$ROE_{AT} = ROE \times (1 - \tau)$$

$$ROE = ROA + EOL$$

$$ROE_{AT} = (ROA + EOL) \times (1 - \tau)$$

このようなROE_{AT}とROA、EOLなどの関係を図で示すと、下図のようになる。なお、つぎの図において⊕、⊖、⊗などはそれぞれ和、差、積の関係にあることを表している。

ここで、ROE_{AT}などを具体的に計算するために、貸借対照表や損益計算書のうえに示され

る項目によって ROE などの計算式を示すと、それぞれつぎのようになる。

$$1. ROE_{AT} (\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}} \times 100$$

ただし、
 当期平均資本合計 = (前期末資本合計 + 当期末資本合計) ÷ 2

$$2. ROE (\%) = \frac{\text{税引前当期純利益}}{\text{当期平均資本合計}} \times 100$$

$$3. ROA (\%) = \frac{\text{利払前税引前当期純利益}}{\text{当期平均総資産}} \times 100$$

ただし、
 利払前税引前当期純利益
 = 税引前当期純利益 + 金融費用
 金融費用 = 支払利息割引料 + 社債利息 + 社債発行差金償却費
 当期平均総資産 = (前期末総資産 + 当期末総資産) ÷ 2
 総資産 = 資産合計 + 受取手形割引高 + 受取手形裏書譲渡高

$$4. I (\%) = \frac{\text{金融費用}}{\text{当期平均総負債}} \times 100$$

ただし、
 当期平均総負債 = (前期末総負債 + 当期末総負債) ÷ 2

総負債 = 負債合計 + 受取手形割引高 + 受取手形裏書譲渡高

あるいは、
 当期平均総負債 = 当期平均総資産 - 当期平均資本合計

$$5. \lambda (\text{倍}) = \frac{\text{当期平均総負債}}{\text{当期平均資本合計}}$$

$$6. \tau = \frac{\text{法人税および住民税}^{(注)}}{\text{税引前当期純利益}}$$

注 過年度分の法人税および住民税、長期納税引当金繰入額などを含む。

そして ROE_{AT} と ROA などの関係は、つぎのように示すこともできる。

$$ROE_{AT} = [ROA + (ROA - I) \times \lambda] \times (1 - \tau)$$

ただし、
 ROE = ROA + (ROA - I) × λ
 D = (ROA - I)
 EOL = D × λ
 ROE = ROA + EOL

XI

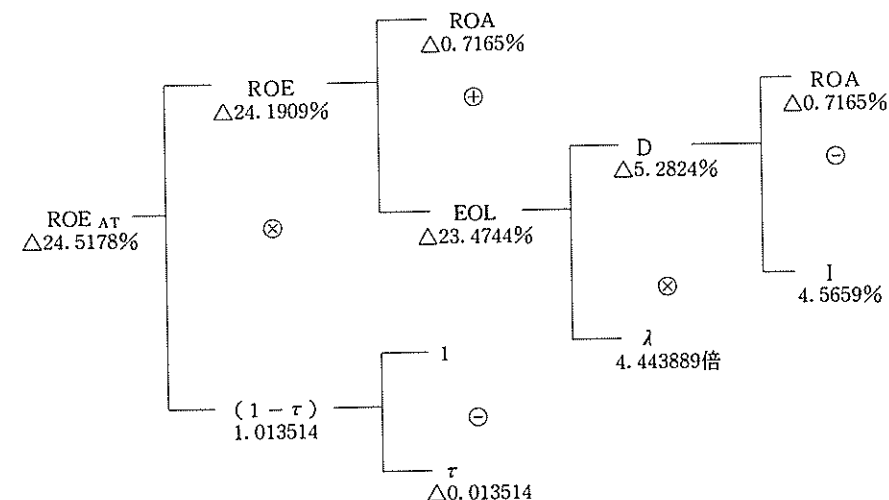
D 海運会社は、第82期において実に12億1,000万円にのぼる当期純損失を計上してしまつた。むろんこれは、D社が24億400万円の売上総利益をあげているものの、一般管理費に24億3,500万円もかけており、営業利益の段階ですでに3,100万円の赤字をだし、経常利益も赤字の7億9,800万円になり、惨憺たる事態に陥つた末の話である。

このD社について、ROE_{AT}などを算出してみるとつぎのようになり、それらの関係を図に示すと次頁のようになる。

D社のROE_{AT}は、ROE_{AT}を算出すること自体が無意味ではないかとさえ考えられるような実にマイナスの24.5%という値であるが、そのよつてきたところは負債運用効率 EOL のマイナス23.4%にあるといわねばならない。

そしてそれは、負債運用利鞘Dがマイナス5.2%に達していること、またこれは年率4.5%で調達した負債をマイナス0.7%の利回り(ROA)で資産運用していたことによつていられるわけである。

ROAはその計算式をみると容易にわかるよ



うに、その値はマイナス値にはなりにくい。そうした ROA がD社においては僅かながらもマイナス値になっているので、D社の事業が採算のうで著しい苦境にあったことがわかる。しかし、それにもまして負債運用効率 EOL のマイナス23.4%は、このD社の第82期における悲劇の根源ともいべきものをあきらかにしている。

D社の負債比率λは4.4倍であるから、これがいわばD社の傷口ともいべき負債運用利鞘Dのマイナス5.2%を4.4倍に増幅していたのであり、そこにおそるべき悲劇の実態があるのである。

このような場合において、もしもという仮定が許されないことは重重承知のうでいうならば、もしD社の負債運用利鞘がプラス2%であれば負債運用効率 EOL は8.88%になるわけで

ある。したがって、ROA と I の関係をいわゆる順軌に維持することは、いかに企業経営上において重要な意味をもつかが理解できるであろう。

このD社の第82期について旧来のいわゆる総資本経常利益率を算出してみるとマイナスの2.97%になるが、この総資本経常利益率はそもそも分母の総資本と分子の経常利益の間に対比してみるべき経営分析上における意味がまったくなく、また分母を総資本として認識するところにも拭いきれない誤りがある。

それゆえにまた、そうした総資本経常利益率を用いて経営の状態を分析することには、空しさのみがあることを最後に再言し、指摘しておきたい。

(当所東京研究所主任研究員)